

Şirketin Teması : Yeni Karsan

1966 yılında kurulan Karsan, 2013 yılına kadar Peugeot ve Renault gibi markalara üretim gerçekleştirmekteydi. 2013 yılında ilk kez kendi markasının modelleri olan Jest, Atak and Star ile pazara girdi. Şirket 2018 yılında ise e-Jest aracının tanıtımını yaparak elektrikli araç pazarına giriş yaptı. Karsan, global markalara üretim yaparken elektrikli araç yatırımlarını sürdürerek e-Atak ve e-Ata araçlarının lansmanını gerçekleştirdi. Şirket 2022 yılında ise Renault ile sözleşmeli Megane üretimi için anlaşma imzaladı. Megane üretimi 2022 yılının son çeyreğinde başladı.

Karsan'ın Temel Hedefleri

Şirket 2023 yılı ve sonrasındaki yol haritasında global markalar adına üretimi sürdürmek, kendi markası ile elektrikli otobüs global pazarda var olmak ve endüstriyel hizmetler sağlamayı amaçlamaktadır. Karsan markalı araçlar ile 2023 yılında Avrupa'da pazar payını arttırmayı ve Kuzey Amerika'da Pazar payı kapmayı hedeflemektedir. 2022 yılı sonu itibariyle 20 ülkede 600'den fazla elektrikli aracı yollarda olan şirketin 2022 yılındaki e-arac satışları bir önceki yıla göre 2 katına yükselerek 287 oldu.

Avrupa'da Artan Pazar Payı

Karsan Avrupa şehir içi otobüs pazarında 2019 yılında %1,8 olan pazar payını 2021 yılında %4,3'e 2022 yılında ise %6,5'e yükseltti. Karsan, Avrupa pazarında 2022 yılında Portekiz'de %30 Pazar payı ile ikinci Romanya'da %21 ile ikinci Fransa'da %10 ile üçüncü İtalya'da %9 ile dördüncü olurken yeni giriş yaptığı İspanya pazarında %4 ile beşinci ve Bulgaristan'da %8 ile beşinci sırada yer aldı. Şirket Avrupa elektrikli otobüs pazarında ilk 5 markadan biri olmayı ve %10 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir. Global toplu ulaşım pazarı elektrikli dönüşüm beklentilerine göre Avrupa'da 2030 yılında 24 bin araçlık oluşabilecek bir pazarda şirket payını %10'a yükselterek burada büyümeyi hedeflemektedir. Şirketin büyümeyi hedeflediği bir diğer Pazar olan Kuzey Amerika'da ise 2030 yılında toplam 38 bin araçlık bir Pazar oluşması bekleniyor. Şirket 6-8-10-12-18 metre olarak çeşitlendirilmiş büyüklükte üretim gerçekleştirmektedir. Şirket özellikle 6-12 metre aralığında kısa elektrikli otobüsler üretmenin rekabete takılmamayı sağladığını ifade etti. **Şirket ilk çeyrekte 2023 yılında teslim edilmek üzere 350 adet elektrikli araç siparişi aldığını ifade etti.**

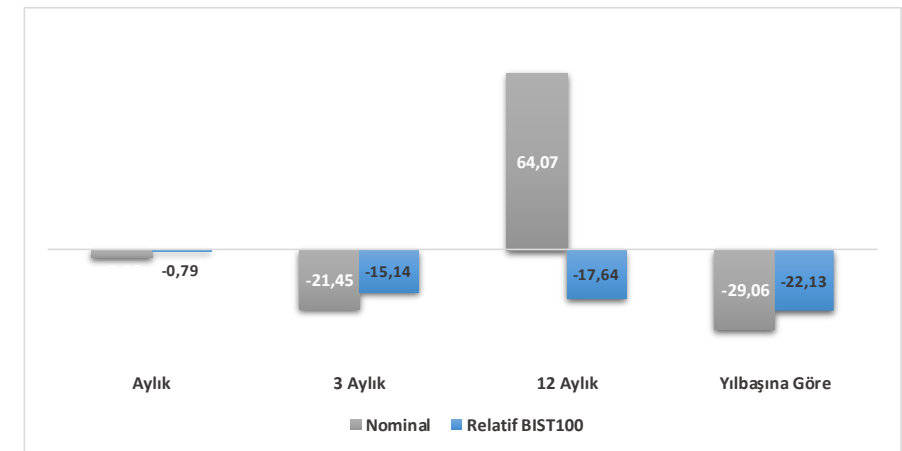
Asya'dan İlk Sipariş

Karsan, Japonya merkezli Altech isimli şirket ile işbirliğini imzaladı. Şirket bu anlaşma çerçevesinde Japonya'ya 3 yılda 300 adet e-Jest satmayı hedeflerken 25 milyon Euro gelir elde etmeyi beklemektedir. Şirket bu anlaşma ile ilk kez sağdan direksiyonlu elektrikli araç üreteceklerini ifade ederken bu adımın sağdan direksiyonlu ülkeler pazarında ileriye yönelik bir atılım olduğunu belirtti.

Pay Bilgileri

Pay Kodu	KARSN:IS	KARSN:TI
Pay Fiyatı TL (Son Kapanış)	8,86	
Piyasa Değeri (mn TL)	7.974	
Sermaye (mn TL)	900	
Halka Açıklık Oranı %	39	
Sektör	OTOMOTİV	
Pazar	Yıldız	
Ortalama İşlem Hacmi mn TL (1 Aylık)	246	
Endeks Ağırlığı (XU100)	0,24	

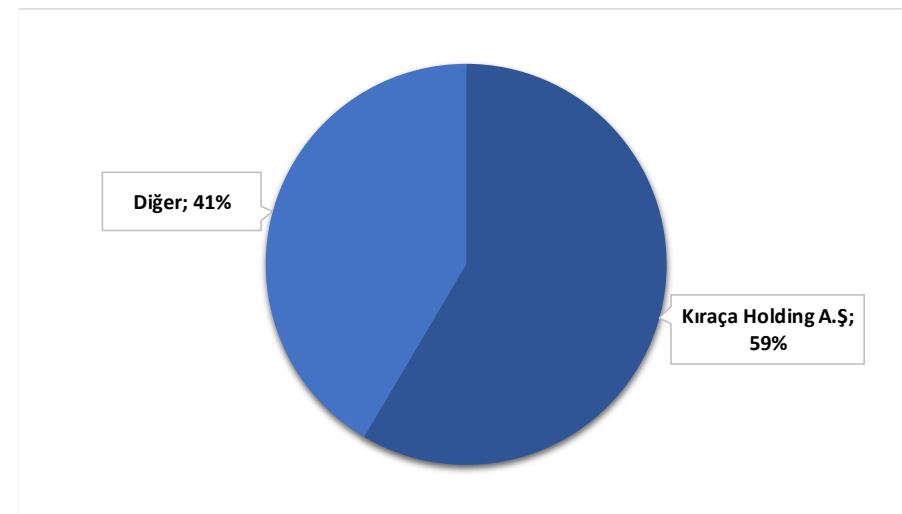
Fiyat Performansı



Çarpanlar

	2019	2020	2021	2022
F/K	78,89	143,94	31,31	89,54
FD/FAVÖK	11,65	11,45	11,89	29,99
PD/DD	2,27	3,99	3,13	6,36
FD/S	1,68	2,80	2,31	4,82

Ortaklık Yapısı



Artan Megane Siparişi

Şirket 2022 yılının son çeyreğinde üretime başladığı Renault Megane anlaşmasına göre yılda 35 bin araç üretimi gerçekleştirecekti. Pazarda oluşan talep doğrultusunda şirket fabrikada üç vardiyaya geçerek Megane üretimini 48 bine çıkartacak. Renault Megane üretimi sözleşmesi toplamda 5 yıllık bir anlaşmadır. 2023 yılının ilk çeyreğinde ise 5 bin 320 adet Megane üretildi. İlk çeyrekte kapasite kullanım oranı %37,2 oldu. Şirket artan Megane siparişlerinin etkisiyle kapasite kullanım oranının yıl sonunda %80'e ulaşması bekleniyor.

-İlk çeyrekte toplam 5 bin 552 araç üretiminin %96'sı Megane olurken 193 Karsan dizel 47 Karsan elektrikli 22 Menarinibus üretildi.

Alternatif Hidrojenli Araç

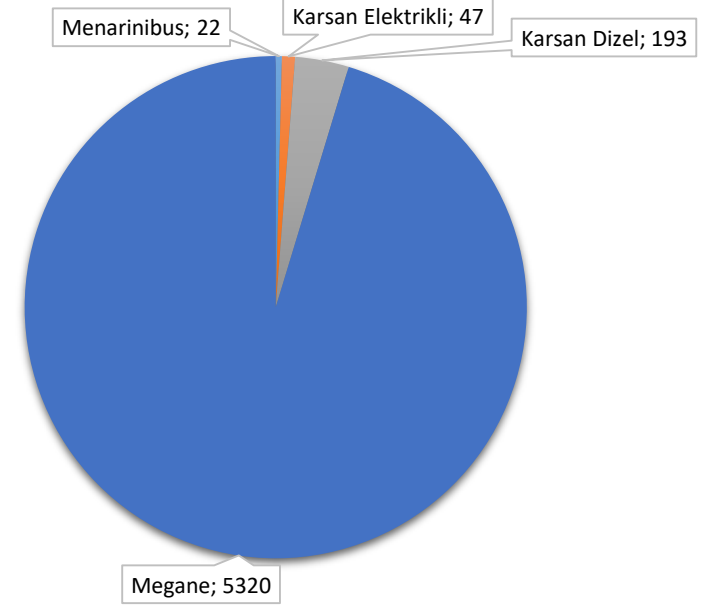
Şirket 2022 yılında e-ATA Hidrojenli aracın tanıtımını gerçekleştirdi. Hidrojenli araç pazarı henüz gelişim göstermemiş durumdayken şirket bu alanda önden atılım yaparak bu pazara hazır olmayı amaçlamaktadır. Şirket ileri dönemde hidrojenli araçların pazarda pay alabileceğini düşünmektedir. Hidrojenli araç pazarının büyüme hızındaki en büyük engelin ise maliyetler olduğu ifade edildi. Şirket elektrikli araç pazarında olası bir pil/batarya krizinin yaşanması durumunda bu pazarı bir alternatif olarak görmektedir.

Finansal Görünüm

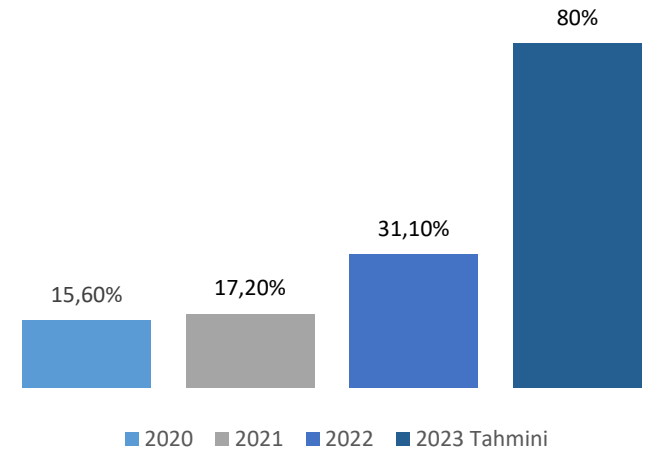
Şirket 2022 yılında cirosu bir önceki yıla göre %43 artarak 2.949 m TL oldu. (Cironun %47'si elektrikli araç satışı) FAVÖK ise yıllık bazda %17,7 artarak 474 m TL oldu. Net kar 2022 yılında yıllık bazda %27 artarak 126 m TL oldu. **FAVÖK marjı 2022 yılında bir önceki yıla göre 600 baz puan daralarak %15,1 olmasını şirket Hyundai ile yapılan al ya da öde sözleşmesinden kaynaklı 2022 yılında bir ödemenin etkisi olduğunu belirtti.**

Şirket 14 Mart tarihinde 2023 yılı 1.Çeyrek sonuçlarını açıkladı. Yılın ilk çeyreğinde ciro çeyreksel bazda %3 daralırken yıllık bazda %333 artış göstererek 1.176 m TL oldu. FAVÖK çeyreksel %31 daralırken geçtiğimiz yıla göre zarardan kara geçerek 177 m TL oldu. Net kar ise çeyreksel %66 daralırken yıllık bazda zarardan net kara geçerek 37 m TL oldu. Net karı ertelenmiş vergi geliri destekledi.

Satış Adetleri - 2023 1Q



Kapasite Kullanım Oranı



K.V Borç Sorununun Aşılması Planlanıyor

Şirketin 2023 1.Çeyrekte net borç/ FAVÖK çarpanı 6,2x'den 4,2x seviyesine geriledi. Şirketin 2023 yılı 1.Çeyrek itibariyle 3.122 mn TL finansal borcu bulunmaktadır. Şirket finansal borç içerisinde 21 milyon Euro kredinin Megane üretiminden kaynaklandığını ve bu ödemenin iş ortağı tarafından yapılacağı ifade etti. Şirket bu kredi ödemesinin taksitlerinin iş ortağı tarafında yapıldığını ve Karsan'a ait bir yükümlülük doğurmadığını ifade etti. Şirket toplam borcunun 100 milyon Euro olduğunu belirtti.

Şirket finansal borçların vade kırılımının ağırlıklı olarak (%79,2) kısa vadeli olduğunu ve bu kredilerin uzun vadeye taşınması için görüşmelerin devam ettiğini kısa bir zaman içerisinde sonuçlanacağını belirtti. Şirket finansal borçların %73,6 Euro olmasına karşı gelirlerinde ağırlıklı Euro olmasının bir doğal hedge olduğunu belirtti.

2023 Beklentileri

Şirket 2023 yılında elektrikli araçlarda 2 katı büyümeyi hedeflemektedir. Şirket 2023 yılında 210-230 milyon Euro ciro, 40-50 milyon Euro FAVÖK ve %5-7 net kar marjı hedeflediğini açıkladı. Elektrikli araç satışlarının ise 2023 yılında toplam 400-500 adete ulaşması beklenmektedir.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2021	2022
Satış Gelirleri	1.441.587.850,00	1.704.291.000,00	1.560.367.000,00	2.069.462.000,00	2.949.863.000,00
Brüt Kar (Zarar)	279.809.800,00	315.220.000,00	474.038.000,00	574.135.000,00	850.461.000,00
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-83.190.637,00	-63.460.000,00	-76.453.000,00	-126.635.000,00	-289.509.000,00
Genel Yönetim Giderleri (-)	-47.101.954,00	-56.743.000,00	-71.954.000,00	-117.293.000,00	-168.303.000,00
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-9.284.865,00	-9.519.000,00	-10.258.000,00	-5.798.000,00	-8.667.000,00
Diğer Faaliyet Gelirleri	117.984.842,00	102.422.000,00	241.786.000,00	461.878.000,00	389.722.000,00
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-30.834.473,00	-29.937.000,00	-32.075.000,00	-5.788.000,00	-12.209.000,00
Faaliyet Karı (Zararı)	227.382.713,00	257.983.000,00	525.084.000,00	780.499.000,00	761.495.000,00
FVAÖK	193.315.789,00	246.312.000,00	381.911.000,00	402.570.000,00	473.845.000,00
Finansal Gelirler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansal Giderler	-334.154.984,00	-313.794.000,00	-470.454.000,00	-723.934.000,00	-781.534.000,00
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-37.102.957,00	24.726.000,00	56.582.000,00	53.567.000,00	24.471.000,00
Vergi	13.715.287,00	-4.421.000,00	-35.862.000,00	54.711.000,00	127.202.000,00
Azınlık Payları	0,00	2.280.000,00	399.000,00	9.385.000,00	26.127.000,00
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	-23.387.670,00	18.025.000,00	20.321.000,00	98.893.000,00	125.546.000,00

Bilanço	2018	2019	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar	1.035.696.081,00	1.300.368.000,00	1.545.117.000,00	1.925.327.000,00	3.255.933.000,00
Nakit ve Nakit Benzerleri	82.769.148,00	47.239.000,00	69.837.000,00	103.061.000,00	44.731.000,00
Ticari Alacaklar	522.505.326,00	855.941.000,00	990.160.000,00	997.838.000,00	1.627.455.000,00
Stoklar	184.366.071,00	124.280.000,00	177.761.000,00	314.181.000,00	867.328.000,00
Duran Varlıklar	1.324.188.952,00	1.192.783.000,00	1.171.830.000,00	1.811.939.000,00	3.045.150.000,00
Finansal Yatırımlar	98.904.827,00	107.817.000,00	120.690.000,00	145.056.000,00	167.093.000,00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	561.416.085,00	467.628.000,00	530.595.000,00	764.063.000,00	1.788.922.000,00
Toplam Varlıklar	2.359.885.033,00	2.493.151.000,00	2.716.947.000,00	3.737.266.000,00	6.301.083.000,00
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.242.154.323,00	1.376.053.000,00	1.104.709.000,00	2.137.461.000,00	3.610.534.000,00
Finansal Borçlar	882.431.267,00	1.051.305.000,00	712.215.000,00	1.480.004.000,00	2.463.892.000,00
Ticari Borçlar	247.332.650,00	229.842.000,00	307.640.000,00	479.224.000,00	960.344.000,00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	790.166.839,00	496.355.000,00	884.072.000,00	605.912.000,00	891.455.000,00
Finansal Borçlar	725.051.509,00	446.591.000,00	820.949.000,00	522.946.000,00	659.748.000,00
Özkaynaklar	327.563.871,00	620.743.000,00	728.166.000,00	993.893.000,00	1.799.094.000,00
Ödenmiş Sermaye	600.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00
Azınlık Payları	0,00	-5.629.000,00	-5.230.000,00	4.155.000,00	30.282.000,00

Gelir Tablosu (Çeyreksel)	2022/1Q	2022/2Q	2022/3Q	2022/4Q	2023/1Q
Satış Gelirleri	271.092.000,00	798.558.000,00	664.186.000,00	1.216.027.000,00	1.175.680.000,00
Brüt Kar (Zarar)	12.922.000,00	288.593.000,00	113.389.000,00	435.557.000,00	270.267.000,00
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-31.191.000,00	-70.504.000,00	-65.483.000,00	-122.331.000,00	-69.255.000,00
Genel Yönetim Giderleri (-)	-25.622.000,00	-28.966.000,00	-35.767.000,00	-77.948.000,00	-55.108.000,00
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-1.582.000,00	-1.766.000,00	-1.925.000,00	-3.394.000,00	-4.896.000,00
Diğer Faaliyet Gelirleri	126.542.000,00	-4.025.000,00	77.454.000,00	197.278.000,00	85.342.000,00
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-8.983.000,00	-1.720.000,00	-2.981.000,00	-6.052.000,00	-2.739.000,00
Faaliyet Karı (Zararı)	72.086.000,00	181.612.000,00	84.687.000,00	423.110.000,00	223.611.000,00
FVAÖK	-24.456.000,00	214.813.000,00	28.302.000,00	255.186.000,00	177.082.000,00
Finansal Gelirler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansal Giderler	-156.041.000,00	-115.283.000,00	-149.170.000,00	-361.040.000,00	-219.002.000,00
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-83.120.000,00	83.399.000,00	-60.288.000,00	84.480.000,00	11.615.000,00
Vergi	22.621.000,00	7.992.000,00	65.604.000,00	30.985.000,00	21.118.000,00
Azınlık Payları	-5.356.000,00	19.539.000,00	3.170.000,00	8.772.000,00	-3.924.000,00
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	-55.143.000,00	71.852.000,00	2.146.000,00	106.693.000,00	36.657.000,00

Bilanço	2022/1Q	2022/2Q	2022/3Q	2022/4Q	2023/1Q
Dönen Varlıklar	2.316.096.000,00	2.928.455.000,00	2.904.239.000,00	3.255.933.000,00	3.710.038.000,00
Nakit ve Nakit Benzerleri	297.430.000,00	65.868.000,00	42.779.000,00	44.731.000,00	156.892.000,00
Ticari Alacaklar	952.558.000,00	1.586.740.000,00	1.331.927.000,00	1.627.455.000,00	1.837.218.000,00
Stoklar	621.051.000,00	745.633.000,00	955.776.000,00	867.328.000,00	936.545.000,00
Duran Varlıklar	1.694.305.000,00	1.966.888.000,00	2.809.714.000,00	3.045.150.000,00	3.177.733.000,00
Finansal Yatırımlar	145.069.000,00	156.757.000,00	156.757.000,00	167.093.000,00	326.119.000,00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	853.452.000,00	908.167.000,00	1.872.804.000,00	1.788.922.000,00	1.857.792.000,00
Toplam Varlıklar	4.010.401.000,00	4.895.343.000,00	5.713.953.000,00	6.301.083.000,00	6.887.771.000,00
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.409.127.000,00	3.079.747.000,00	3.101.364.000,00	3.610.534.000,00	4.127.588.000,00
Finansal Borçlar	1.783.250.000,00	2.162.705.000,00	2.140.636.000,00	2.463.892.000,00	2.450.300.000,00
Ticari Borçlar	422.965.000,00	667.987.000,00	750.194.000,00	960.344.000,00	1.422.884.000,00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	661.931.000,00	814.322.000,00	836.875.000,00	891.455.000,00	923.246.000,00
Finansal Borçlar	571.889.000,00	696.149.000,00	651.671.000,00	659.748.000,00	671.416.000,00
Özkaynaklar	939.343.000,00	1.001.274.000,00	1.775.714.000,00	1.799.094.000,00	1.836.937.000,00
Ödenmiş Sermaye	900.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00	900.000.000,00
Azınlık Payları	-1.201.000,00	18.339.000,00	21.510.000,00	30.282.000,00	9.964.000,00

Büyüme (Yıllık)	2018	2019	2020	2021	2022
Satış Gelirleri %	51,24	18,22	-8,44	32,63	42,54
FVAÖK %	82,20	27,41	55,05	5,41	17,70
Net Kar %			12,74	386,65	26,95

Marjlar (Yıllık)	2018	2019	2020	2021	2022
Brüt Kar Marjı %	19,41	18,50	30,38	27,74	28,83
FVAÖK Marjı %	13,41	14,45	14,45	19,45	16,06
Net Kar Marjı %	-1,62	1,06	1,30	4,78	4,26
Vergi Öncesi Kar Marjı %	-2,57	1,32	3,60	2,13	-0,06

Büyüme (Çeyreklik)	2022/1Q	2022/2Q	2022/3Q	2022/4Q	2023/1Q
Satış Gelirleri %	-46,80	194,57	-16,83	83,09	-3,32
FVAÖK %	-110,63	978,37	-86,82	801,65	-30,61
Net Kar %	-149,13	230,30	-97,01	4871,71	-65,64

Marjlar (Çeyreklik)	2022/1Q	2022/2Q	2022/3Q	2022/4Q	2023/1Q
Brüt Kar Marjı %	4,77	36,14	17,07	35,82	22,99
FVAÖK Marjı %	-9,02	26,90	4,26	20,99	15,06
Net Kar Marjı %	-20,34	9,00	0,32	8,77	3,12
Vergi Öncesi Kar Marjı %	-28,69	8,00	-9,55	6,23	1,32

Borçluluk Görünümü (Yıllık)	2018	2019	2020	2021	2022
Net Borç (Nakit)	1.476.487.993	1.448.191.000	1.446.269.000	1.691.327.000	2.971.070.000
Finansal Borçlar	1.607.482.776	1.497.896.000	1.533.164.000	2.002.950.000	3.123.640.000
Net Borç / FAVÖK x	7,64	5,88	3,79	4,20	6,27
Net Borç / Varlıklar %	62,57	58,09	53,23	45,26	47,15
Kaldıraç x	6,20	2,99	2,71	2,77	2,55
Net Borç / Özkaynaklar	4,51	2,33	1,99	1,70	1,65
Borç/T. Varlıklar %	86%	75%	73%	73%	71%
YPP	-439.995.778	-109.481.000	-78.465.000	-706.826.000	-972.991.000

Borçluluk Görünümü (Çeyreklik)	2022/1Q	2022/2Q	2022/3Q	2022/4Q	2023/1Q
Net Borç (Nakit)	2.057.709.000	2.653.332.000	2.635.441.000	2.971.070.000	2.871.630.000
Finansal Borçlar	2.355.139.000	2.858.854.000	2.792.307.000	3.123.640.000	3.121.716.000
Net Borç / FAVÖK x	5,99	5,41	5,87	6,27	4,25
Net Borç / Varlıklar %	51,31	54,20	46,12	47,15	41,69
Kaldıraç x	3,27	3,96	2,25	2,55	2,76
Net Borç / Özkaynaklar	2,19	2,65	1,48	1,65	1,56
YPP	-548.086.000	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!

Mali Risk / Likidite	2018	2019	2020	2021	2022
Alacak Taksit Süresi	131,09	155,90	212,52	171,78	160,77
Stok İşletme Süresi	51,68	45,30	59,54	64,41	119,31
Ticari Borç Ödeme Süresi	71,53	71,25	81,35	80,20	111,71
Nakit Döndürme Süresi	122,00	141,98	212,52	177,04	198,89
Cari Oran	0,83	0,94	1,40	0,90	0,90
Likidite Oranı	0,53	0,66	0,97	0,61	0,49
Özsermaye Çarpanı	6,66	5,77	3,99	3,95	

Kutay Gözgör

Araştırma Müdürü

Akın Solmaz

Araştırma Uzmanı

arastirma@burganyatirim.com.tr

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.